

최초공모주의 장기성과와 대주주지분 변동의 관련성: 한국 시장의 실증 결과

金元基*

요 약

IPO주의 단기성과에 대한 연구는 많이 진전이 되었다. 그러나 장기성과에 대한 연구는 아직 미진한 상태이다. IPO주가 단기적으로는 초과수익을 실현한다는데 대해서는 거의 합일점을 찾은 듯하다. 한국 시장의 경우도, IPO주의 장기성과에 대해서는 3편 정도에 그치고 있다. 본 연구는 IPO주의 장기성과와 대주주의 지분변과의 관련성을 검증하는데 초점을 두었다. 실증 결과로는, 기업은 공개시점을 대체로 그 기업의 기업가치의 최대점으로 잡아 공개를 결정한다는 것과 공개후 5개월이란 시점에서 누적초과수익이 가장 정점을 이루며, 21개월 후에 안정을 찾는다는 경향을 알아내었다. 또한 대주주의 지분을 많이 처분하는 기업의 장기성과가 떨어짐을, 그리고 공개후 시간이 지날수록 장기성과가 떨어짐을 조심스럽게 추론할 수가 있었다.

제 1 장 문제의 제기와 연구 목적

기업공개에 있어서 발행기관과 인수기관은 당해 주식에 대한 정확한 시장 수요를 모르는 상태에서 발행가격을 결정하여야 하며, 동시에 일반투자자는 발행기업에 대한 정보가 미비한 가운데 투자에 임하기 때문에 신규공모주(initial public offerings: IPO)의 발행에는 많은 불확실성이 내포하고 있다. 따라서 IPO주의 발행가격은 시장가격보

* 계명대학교 경영학과 교수

다 과대 또는 과소하게 산정이 될 수가 있지만, 이에 관한 기존의 연구들은 IPO주가 실제 가치보다 체계적으로 저가발행(underpricing)되고 있음을 보고하고 있다. 그 사례로써 미국의 IPO주는 공모가격에서 매입하여 상장 첫날종가에 매도할 경우, 같은 기간의 시장수익률로 조정한 후 평균 16.37%의 초과수익을 실현할 수가 있다고 보고하고 있다.¹⁾ 한국의 경우도 1980년 후반 기업공개가 활발하던 시기에는 초기수익이 평균 100%에 이를 만큼 공모가격이 시장가격을 크게 하회하는 수준에서 결정이 되었다.

재무관련 교과서에서도, 시장의 이례적 현상중의 한 현상을 IPO주의 초과수익을 이야기하고 있다. IPO주의 단기성과에 대해서는 한국 시장의 경우, 대단한 초과수익을 실현하기 때문에 異論의 여지가 없는 것이다. 신문지상에 소개되는 공모주 청약비율만 보아도 과히 그 열기를 알고도 남음이 있다.

외국의 실증결과들을 보아도, IPO주의 단기성과는 대부분 비정상적인 정(+)의 초과수익률을 실현한다고 보고하고 있다. 한국의 IPO주도 단기적으로는 과도한 양(+)의 초과수익률을 획득한 실증 연구 결과가 대부분이다. 학자들 사이에서 평균적으로 IPO주는 단기적으로 초과수익을 실현할 수가 있는 점에서는 조심스런 합의점을 내릴 수가 있다.

그러나 문제는 IPO주의 장기성과도 과연 초과수익을 실현할 수가 있을까는 하는 것이 관심의 대상이 된다. 외국의 경우에도 아직 합일점을 찾을 수는 없지만, 대체로 시장지수에 대한 투자와 IPO주에 대한 투자를 비교할 때, IPO주가 초과수익을 지속적으로 낼수는 있는지에 대한 의문도 있는 것이다. 아직 이 분야에 대한 논의가 많이 진행되어야 될 것이다.

본 연구의 목표는, 지금까지 외국이든 한국이든 간에, IPO주의 장기성과에 대한 연구가 아직 일천한 점에 동기부여를 얻었다. 특히 투자자들이 IPO의 단기 초과수익에 초점을 둔 나머지, 장기성과가 어떻게 되는지를 간과하기 쉬운 것이다. 여기서는 아직도 한국 IPO주의 장기성과에 대한 논문이 3편에 그치고 있어, IPO주의 장기성과가 대주주의 지분변동과의 관련성에 대하여 구체적으로 논의하고, 그 실증적 결과를 찾아내고자 한다.

1) Ibbotson- Sindelar-Ritter(1988)를 참조.

제 2 장 장기성과에 기존 문헌 고찰

1. 시장 효율성 가설

Ibbotson(1975)은 공개후 주식시장에서의 장기성과는 어떻게 될 것인가를 검증하였다. 그는 여러가지 보유기간별로 매수·매도전략을 구분하여 각각 경우에 초과수익율을 계산하였다. 공개후 시장이 효율적이라면 초과수익률은 “0”일 테니, 유의한 차이를 보이지 않아야 한다. 공모후 시장에서 매입하여 6개월간 보유한 후 매도했을 때의 초과수익률이 4.9%로 나타나, 공개후 6개월이 지나도 초과수익률이 약간은 있음을 검증하였다. 그러나 매수·매도에 따른 거래비용을 감안할때 초과수익의 존재를 입증하기가 곤란하니, 공개후의 시장은 효율적이라는 것이다.

결국 그의 실증검증은 첫달롱 제외하면 공개후 시장이 효율적이라는 것을 말한다. 나아가 첫달의 초과수익률은 투자자들이 IPO주에 대해서 과대평가를 하기 때문에 발생하는 것이 아니라, 공모가격 산정시 하향편의성에 의한 것으로 보았다. 이런 하향편의는 NASD가 규정하는 “rules of fair practice”에 따른 공모가 사전 설정체계와 인수기관이 모든 위험을 부담하여야 하는 총액인수방식 때문이라고 그는 해석을 하였다. McDonald-Fisher(1972), Shaw(1971)도 효율적 시장 가설을 지지하다고 실증검증없이 주장을 하였다. 그러나 이들의 연구들은 직간접으로 독립적인 관찰치를 가정하고, 또 충분한 표본기간을 사용하지 못한 한계점은 있으나, 하여튼 시장 효율성을 주장하는 입장이다.

2. 陽(+의 초과성과 가설

Buser-Chan(1985)은 1982-1985의 데이터로 NASDAQ/NMS에 상장된 1,078의 IPO주를 대상으로 하여 공모후 2년간의 성과를 측정하였다. 그들의 실증결과는 첫날수익률은 평균 6.2%, 공개 첫날을 제외한 2년 동안의 초과수익률은 11.2%임을 검증하였다. 그러나 그들은 표본을 선정함에 있어, 투기적으로 공개를 실시한 기업들과 낮은 경영성과로 인해 표본기간 중에 폐지된 기업들을 표본에서 제외시켰기 때문에 높은 성과

가 계산된 것이다. 이에 대해, Ritter(1991)는 이런 표본선정상의 오류로 계산된 결과는 그 신뢰성이 떨어진다고 비판을 하고 있다.

3. 장기 저성과 가설

Ritter(1991)는 Buser-Chan의 표본선정상의 오류를 지적하고, 그 오류를 줄이기 위하여 엄밀한 표본추출을 기초로 실증검증하였다. 그는 1975-1984년 사이에 공개된 1,526개의 IPO주를 표본으로 하고, 이들 표본에 대하여 비교 가능한 통제집단을 선정한다. 다음, 첫날수익률을 제외한 공모후 3년간에 걸친 장기성과 차이를 분석하였다. 통제집단으로는 CRSP의 가중평균 NASDAQ지수, CRSP의 가중평균 AMEX-NYSE지수, 산업과 기업규모에 의해 짝으로 선정된 기업, NYSE의 소규모 기업지수 등을 사용하였다. 성과측정 및 비교는 표본포트폴리오와 통제집단간의 상대적 부(wealth relative)를 계산하는 방식을 사용하였다.

기간의 보유기간별 평균수익률은, 1,526개 IPO주는 3년간 34.47%가 계산되었으나, 동일기간 중 규모 및 업종별에 의거한 통제기업들은 61.86%의 평균수익률을 실현하였다. 이는 투자자가 1불을 IPO주에 3년간 투자하면 1.3447불의 이익이 실현되나, 통제기업들에 투자하면 1.6186불이 실현됨을 의미한다. 이는 IPO주에 투자하는 것 보다 통제기업에 투자하는 것이 득이 된다는 뜻이다. 이런 실증근거하에 그는 IPO주공모 초기에 시장에서 과대평가되었음을 시사하는 것이다.

이런 Ritter의 실증결과에 대하여, Reinganum(1990)은 시장의 유동성 차이 때문에 NYSE에서 거래되는 소규모기업들의 수익률이 NASDAQ에 상장된 같은 규모의 기업들에 비하여 높게 나타날 수가 있다고 주장을 하였다. 만약 그의 주장이 사실이라면 IPO주가 장기적 저성과라는 Ritter의 가설은 어느 정도 희석은 될 수가 있다. 왜냐하면 대부분의 IPO주는 NASDAQ에서 거래되는 반면에 짝기업으로 선정된 통제기업은 대부분 NYSE나 AMEX에서 거래되기 때문이다.

Loughran(1993)은 Reinganum의 시장의 유동성 차이라는 주장에 반박을 하고 나섰다. 그는 NASDAQ가 NYSE보다 낮은 수익률을 나타내는 것은 시장유동성의 차이에 기인하는 것이 아니라, NASDAQ에 포함되어 있는 대부분의 IPO주들이 저성과를

나타내기 때문이라고 주장하였다. 그는 1973-1988년 사이에 NASDAQ에 처음 등장한 IPO주들의 평균보유수익률은 17.29%인데 반하여, NASDAQ지수의 평균 보유수익률은 76.23%를 실현한 것이다.

미국 뿐 아니라, 영국의 실증결과를 보면, Levis(1992)의 연구가 있다. 그는 1980-1988년 사이에 영국에서 공개한 712개의 IPO주를 대상으로 하여, 공개후 3년간의 장기성과를 계산하였다. 첫날수익률을 제외한 3년간의 시장조정수익률이 -8.3에서 -23.0% 사이에서 움직임을 찾아내었다. 핀란드의 실증결과를 보면, Keioharju(1993)이다. 그는 1984-1989년 사이에 공개한 79개 IPO주 대상으로 하여, 공개후 3년간의 성과를 계산한 결과, 첫날수익률을 제외하면 초과수익률이 -23.6에서 -26.4% 사이에 있음을 알아내었다.

Aggarwal-Rivoli(1992), Stoll-Curley(1970), Simon(1989), Stern-Bornstein(1985) 등의 연구에서도, IPO주는 상장후 장기적으로는 저성과를 나타냄을 검증하고 있다. 특히 Stoll-Curley는 기업의규모가 작은 기업일수록, IPO주의 저성과 현상이 두드러진다고 하였다.

외국 실증결과를 보면, 학자들 사이에 IPO주의 장기성과는 좋지 못하다는 조심스런 합의점을 이루고 있는 것이다. 그렇다면 왜 이런 장기 저성과란 현상이 일어날까를 보기로 한다.

Ritter(1991)는 이에 대한 해석으로, 위험측정의 오류, 불운, 그리고 일시적 유행이나 투자자들의 낙관론(fad)의 3가지 가능성이 있을 수가 있다고 한다. 그 원인을 찾기 위하여 여러가지 횡단면분석과 시계열분석을 통하여 볼 때, 최초수익률이 높을수록, 공모규모가 작을수록 장기적으로 낮은 저성과를 실현했음을 알 수가 있었다. 이에 대하여 Shiller(1990)는 시장의 과잉반응으로 해석을 하였다. 그가 주장하기를, IPO주는 초기시장에서는 일시적인 유행이나 낙관론으로 주가가 오르지만, 시간이 지나가매 따라, 그 IPO에 대한 정보가 충분히 공개됨으로 해서 정상적인 심리를 되찾으니, 장기적으로 저성과를 실현한다는 것이다.

4. 한국시장의 실증 결과

(1) 이장원의 연구

이장원(1992)은 기업공개후 주가행태를 살펴보기 위하여 산업조정방법으로 초과수익률을 계산하였다. 검증기간을 자율화 이전 기간인 1980년 부터 1988년 6월 까지를 전기 그리고 1988년 6월 부터 1990년 6월 까지를 후기로 구분하여 분석하였다. 그의 연구에 의하면 초기 단계의 IPO주의 가격안정성은 전기에서는 27째 되는 날에, 후기에서는 3일 째되는 날에 이루어지며, 막대한 단기 초과수익이 실현되었음을 입증하였다. 이것은 자율화라는 규제가 풀리니 그렇다고 보면 된다.

그는 단기성과인 최초수익률과 장기성과 즉, 28일부터 100일, 28일 부터 300일, 및 28일 부터 500일의 누적초과수익률을 계산 결과, 최초수익률인 단기성과와 장기성과 간에 대체로 부(-)의 관계가 있음을 입증하였다. 그리고 장기성과에 대한 설명변수로 는 전기에는 할증율이, 후기에는 유,무상증자여부가 영향을 줌을 찾아내었다.

그는 단기적 성과인 최초수익률은 상당히 과인반응(overaction)된 것으로 해석을 하고 있다.

(2) 임훈택의 연구

임훈택(1994)은 IPO주가 장기적으로 어떠한 성과를 보이는지, 또한 이러한 장기성과에 영향을 미치는 변수들을 찾으려고 하였다.

그는 1980-1990년 3월 사이에 공개된 기업의 주가자료를 사용하였으며, 장기성과는 1차 주가조정이 이루어진 후의 공개후 시장(aftermarket)의 성과를 측정하였다. 구체적으로 장기성과는 기업공개후 3개월부터 12개월, 24개월, 36개월 까지의 시장조정 누적수익률을 각각 측정하였다. 그도 정부의 제도 변경도 고려하여, 자율화 이전과 이후로 구분하여 분석하였다.

그는 공모후 3년 이내에 증자를 실시한 기업들과 그렇지 않는 기업들간에 최고 30% 정도의 큰 성과 차이를 나타내었다. 또한 그는 증자효과를 통제한 장기성과는 기타 어떤 요인들에 의하여 설명이 될 수가 있는지를 알아보기 위해 Ibbotson(1975)의 RATS모형을 사용하여 보았다. 그의 실증 결과를 두가지로 요약할 수가 있다. 첫째,

증자효과를 통제한 한국의 IPO주는 시장에 비교하여 볼 때, 장기적으로는 낮은 성과를 실현하였다. 구체적으로는 공개후 3개월 부터 3년 까지의 시장조정누적수익률을 보면, 전체기간은 -11.53%, 자율화 이전 기간은 -7.45%, 자율화 이후 기간은 -15.28%로 계산되었다. 그리고 증자효과를 통제하지 않을 경우, 전체기간은 -2.48%, 자율화 이전 기간은 2.69%, 자율화 이후 기간은 -7.57%로 측정되어, 하여튼 한국의 IPO주는 저성과를 실현함을 의미한다. 둘째, 증자효과를 통제한 경우 그 低성과를 가장 잘 설명하는 변수는 최초수익률임을 찾아내었다. 최초수익률이 높을수록, 장기성과가 낮게 나타남을 의미한다. 요약컨대, 한국의 IPO주는 장기성과가 낮게 나타나, 버블현상이 있음을 입증하였다.

(3) 임웅기와 김성규(1994) 의 연구

이들은 1980년 1월 부터 1990년 3월 사이에 공개한 기업 331개를 표본으로 하였다. 역시 이들도 앞 두 논문에서와 같이 자율화 이전과 이후로 구분하여 분석하였다. 이들이 장기성과를 계산하는 방법은 임훈택의 방법과 같이 계산하였다. 자율화 이전인 전기의 장기성과는 시장평균수익률을 차감한 시장조정초과수익률을 계산한 결과, 상장후 3년 되는 시전에서는 누적초과수익률이 -1.64%로서, 통계적으로 "0"와 차이가 없음을 찾아내었다. 자율화이후의 후기의 경우, 시장조정초과수익률을 기준으로 볼 때 공개후 3년이 지난 시점에서 그 초과수익률이 평균 3.78%로 그 실적이 "0"에 가깝다고 할 수가 있다.

이들의 실증 결과에서 알 수가 있듯이 한국의 IPO주는 시장수익률과 비슷하게 실현되었음을 의미한다. 그러나 단기성과가 매우 큼에 빛추어보면, 역시 한국의 IPO주는 초기에 거품이 있음을 입증하는 것이다.

이들은 장기성과에 영향을 미치는 요인을 규명하였다. 한국 IPO주의 장기성과는 공개 이후의 증자여부에 의하여 영향을 받는다는 것을 알아내었다. 공개후 증자를 많이 한 기업들은 장기성과가 그렇지 못한 기업에 비해 그 성과가 크게 나타났다.

공개후 증자라는 재료는 새로운 정보이기 때문에 증자효과를 통제하여 계산한 결과 통제하지 않는 경우에 비교해서 그 성과가 낮게 실현되었다. 구체적으로, 전체기간

의 경우 공개후 3개월 36개월의 누적초과수익률을 비교하면, 증자를 통제했을 경우 -11.53%, 반면에 통제하지않았을 경우 -2.48%로 양자간에 약 8%의 차이가 나타났다. 또한 증자효과를 통제했을 경우 공개후 21개월 부터 시장에 비교해서 저성과 현상이 나타나고 있다. 특히 공개후 11-13개월, 21-25개월 사이에는 통계적으로 유의한 저성과 현상이 검증되었다. 이것은 증자효과를 통제한 경우 장기성과가 뚜렷하게 저성과 임을 의미하는 것이다. 그래서 이들은 한국의 IPO시장은 효율적이라고 할 수가 없음을 입증하였다. 그리고 전체기간을 볼 때, 공개초기의 초과수익률을 제외하고는 그 장기성과를 설명해주는 유의한 변수를 찾을 수가 없음을 입증하였다. 초과수익률이란 변수의 경우, 여러 기간에 걸쳐 일관성 있는 부(-)의 부호를 나타내주어, 초과수익률이 높았던 IPO주는 장기적으로 저성과의 크기가 컸다고 해석을 할 수가 있다.

제 3 장 대주주의 지분변동과 장기성과와의 관계

1. 가설 설정

비공개 기업의 창업주는 그들의 부를 극대화하기 위하여 기업공개시점에서 가치를 최대화할 수도 있다. 그래서 대주주는 그 기업의 가치와 관련하여 지분의 처분도 고려할 것이다. 대주주의 지분에 있어서 변동이 있는 IPO주와 그렇지 않고 지분의 변동이 없는 IPO주 사이에 CAR에 대한 차이가 있을 수 있을 것이다.

대주주와 일반 투자자인 IPO주 청약자 사이에는 분명히 정보의 비대칭성 (information asymetry)이 존재하는 것이다. 대주주는 일반 투자자에 비해, 사내정보 (insider information)는 물론, 장래에 대한 투자계획 및 사업계획 등 율등한 정보의 우위를 선점하고 있는 것이다. 따라서 대주주가 그 지분을 처분한 정도에 따라 CAR에 대한 차이가 있을 것이다. 그 지분의 처분 정도 큰 IPO주 일수록 장기성과는 좋지 않을 것이다.

다음과 같은 2 가지 가설을 설정한다.

<가설 1>: 대주주의 지분의 변동이 있는 기업과 없는 사이에는 CAR의 차이가 있을 것이다.

<가설 2>: 창업주는 공개시점을 그 기업의 가치가 정점일 시기에 공개를 할 것이다.

<가설 3>: 대주주가 지분을 처분한 경우, 그 지분률의 크기에 따라 CAR의 차이가 날 것이다.

2. 표본 선택

본 연구는 분석대상자료로 자율화이후 기간인 1988년 7월 1일 부터 1990년말 까지 잡아, 이 기간에 기업공개한 180개 IPO보통주를 표본으로 한다. 분석기간을 1990년 末로 한정시킨 이유는 장기성과를 측정하는데는 적어도 공개후 3년간의 주가자료가 필요하기 때문이다. 한국의 IPO주의 장.단기 성과에 대한 기존의 연구를 보면, 정부의 IPO주의 발행가 산정에 대한 제도적인 변화를 고려하여, 그 기간을 구분하고 있는데, 본 연구는 그 제도가 자율화된 1988년 7월 이후를 대상으로 하여 그 일관성을 유지하고 하였다.

데이터는 한국신용평가(주)의 통계자료를 사용하였고, 사용된 표본IPO주는 분석기간 중 한국증권거래소에 상장된 보통주 중 다음의 요건을 충족하는 주식만을 표본으로 한다.

첫째, 거래정지 또는 권리종목은 제외하였다.

둘째, 은행.보험.단자 주 등 금융기관주는 그 업종의 특성상 제외한다.

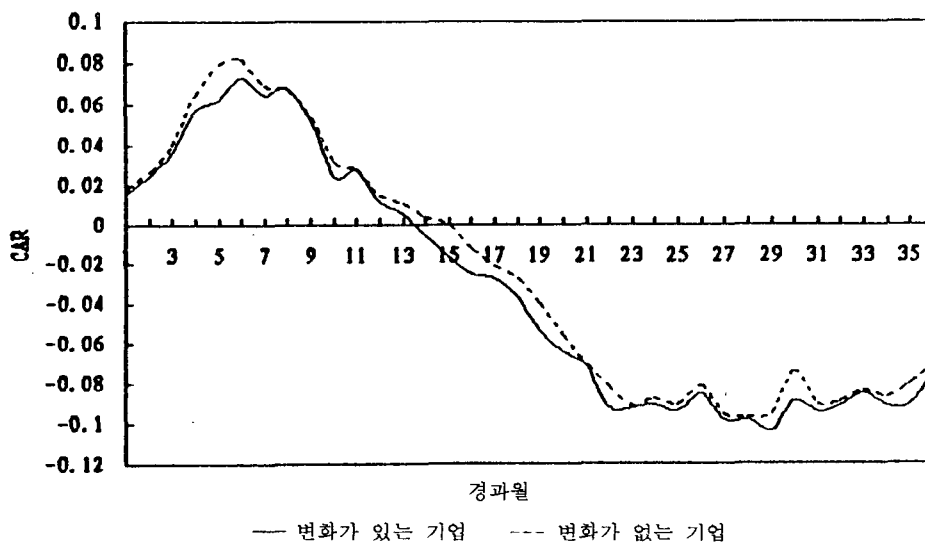
3. 연구 방법

본 연구는 IPO주의 성과를 측정하기 위하여 초과수익률을 시장조정모형을 사용하여 산출한 누적초과수익률을 계산하였다.

<표 1> 대주주지분율의 변화 유·무에 따른 누적초과 수익률

경과 월	CAR		경과 월	CAR	
	변화가 있는 기업	변화가 없는 기업		변화가 있는 기업	변화가 없는 기업
1	0.0152	0.0173	19	-0.0539	-0.0394
2	0.0246	0.0268	20	-0.0645	-0.0561
3	0.0362	0.0401	21	-0.0710	-0.0708
4	0.0571	0.0645	22	-0.0925	-0.0813
5	0.0623	0.0789	23	-0.0920	-0.0911
6	0.0728	0.0812	24	-0.0903	-0.0873
7	0.0644	0.0691	25	-0.0939	-0.0908
8	0.0684	0.0677	26	-0.0854	-0.0813
9	0.0518	0.0536	27	-0.0984	-0.0954
10	0.0237	0.0310	28	-0.0983	-0.0971
11	0.0275	0.0285	29	-0.1038	-0.0954
12	0.0113	0.0146	30	-0.0889	-0.0742
13	0.0047	0.0108	31	-0.0947	-0.0908
14	-0.0056	0.0032	32	-0.0917	-0.0891
15	-0.0164	-0.0007	33	-0.0852	-0.0840
16	-0.0247	-0.0121	34	-0.0911	-0.0865
17	-0.0271	-0.0212	35	-0.0903	-0.0807
18	-0.0368	-0.0276	36	-0.0760	-0.0711

[그림 1] 대주주 지분율 변화 유·무에 따른 누적초과수익률



4. 실증 결과

<표 1>과 [그림 1]은 대주주 지분률 변화유·무에 따른 공모이후 3년 간의 시장조정 누적초과수익률을 계산하여 시각적으로 보기 위해 그림을 그려 본 것이다. 이 표와 그림에서 알 수가 있듯이, 지분률의 변동이 있는 기업군과 변동이 없는 기업군 사이에 차이가 없음을 보여주고 있다. 이는 <가설 1>을 채택하지 못함을 말한다. 해석해보면, 한국 IPO주는 공개후 대주주의 지분변동 유·무가 장기성과를 구분짓지 못함을 의미한다. 그러나 재미있는 발견은 공개후 5개월되는 시점이 누적초과수익률이 가장 정점이 되며, 그리고 공개후 약 13개월 이후 부터 부(-)의 장기성과를 실현하고 있다는 사실이다. 이는 기업을 공개하는 창업주의 입장에서 보아, 창업주의 가치를 보호하려는 의도가 강할 것이며, 기업공개를 그 기업이 최 전성기에 맞추어 공개를 계획할 것이다. 다른 조건이 같은 한 그렇게 볼 수가 있을 것이다. 따라서 기업공개후 약 5개월이 지나는 시점에서는 기업에 대한 미공개 정보도 충분하게 일반에게 알려진다고 보아도 좋을 것이다. 두번째로 설정한 <가설 2>를 조심스럽게나마 채택을 할 수가 있다.

앞에서 분석한 대주주 지분률의 변동 유무에 따른 분석은 기본적으로 평균의 개념인 것이다. 그래서 <표 2>²⁾에서는 대주주가 지분을 처분하는데, 그 처분 정도에 따라 정보로써의 가치에 차이가 있을 것이다. 처분비율은 처분주식을 전체 발행주식수로 나누어 계산하였다. 공개후 대주주의 지분을 처분한 정도를 10%로 구간을 만들어 분석을 하였다. 이 표에서 검증이 되듯이, 처분비율이 높을수록 장기성과가 낮아짐을 입증하였다. 그리고 공개후 시간이 지날수록 그 장기성과가 낮아짐을 대체적으로 알 수가 있었다. 그러나 CAR의 절대값에는 큰 차이를 발견할 수가 없었다. 부호의 일관성이란 면에서 보아 <가설 3>을 채택할 수가 있다.

2) <표 2>에서 CAR를 계산할 때, 그 CAR의 1,12 및 1,24 및 1,36은 달을 기준으로 하며, 초기 수익률이 안정을 찾은 공개후 시장에 상장된 4일후 부터 CAR를 계산한 것이다.

<표 2> 처분주식 비율별 누적초과수익률

처분주식 비율(%)	표본갯수	CAR1.12	CAR1.24	CAR1.36
$10 \leq s \leq 20$	11	0.0217	0.0093	-0.0362
$20 < s \leq 30$	12	0.0146	0.0076	-0.0381
$30 < s \leq 50$	23	0.0158	-0.0142	-0.0564
$50 < s \leq 100$	9	0.0172	-0.0231	-0.0626

제 4 장 요약 및 결론

본 연구에서는 아직 그 연구가 미진한 IPO주의 장기성과에 초점을 맞추었다. IPO주에 대한 단기성과는 초과수익을 실현한다는 것이 학자들의 의견인 것 같다. 그러나 그 장기성과에 대한 논의는 그 연구 자체가 많지 않을 뿐더러, 그 논의 자체가 더 진전이 되어야 할 것이다.

외국의 경우, IPO주의 장기성과에 대해서는 그 연구의 편수는 아직 적지만 장기성과는 대체로 시장의 지수보다 유의하게 초과수익은 내지 못하는 쪽으로 합의점을 찾는 듯하며, 특히 장기성과에 관련하여 단기성과가 상당한 초과수익을 내기 때문에 장기성과의 저성과를 추론하는 듯 하다. 또한 단기성과의 버블 또는 낙관성으로 해석하는 학자들이 국내외적으로 多數說인 듯 하다.

본 연구의 구체적인 목적은, 공개후 대주주의 지분변동이 IPO주의 장기성과와 관련성이 있다는데 가정을 두고 전개하였다. 여기서는 두 가지 재미있는 사실을 찾아내었다. 그 첫째로, 한국의 기업공개는 대체로 공개후 5개월이란 시점에서 그 누적초과수익이 꼭대기의 정점을 이루며, 그 이후 지속적으로 감소하여 13개월이 지나면 누적초과수익률이 부(-)에 진입하게 된다. 그리고 약 21개월이 지나면 비교적 누적수익률의 안정성을 찾고 있다는 것이다. 이것은 기업을 공개하는 창업주의 입장에서 보아 그 공개시점을 그 기업의 가치가 극대화되는 시점으로 잡는다고 해석을 할 수가 있으며, 공개후 5개월이란 시점은 발행기업이 아직 불확실한 정보를 투자자에게 전달이

되는데 그런 기간이 소요된다는 의미이며, 또한 공개후 약 21개월이 지나면, 가격형성이란 면에서 안정을 찾을 것이라고 추론이 된다. 둘째, 공개후 지분을 많이 처분하는 기업은 누적초과이익률리 테체러 (-)로 시현되었으며, 그리고 공개한 년수가 오래될 수록 또한 역시 (-)로 나타나고 있었다. 그러나 그 절대값에 있어서는 상대한 차이를 발견할 수가 없었다. 따라서 조심스럽게나마 부호로 해석을 해서 대주주는 일반투자자보다 정보의 우위를 점하고 있으므로 해서, 그 기업의 가치가 떨어질것으로 추정되면 미리 대주주의 지분을 처분함을 알 수가 있다. 그런 맥락에서 보면 정보의 불균형성(information asymetry)이란 가설을 원용할 수도 있다.^{3) +3)}

3) 이런 점에서 보아, Clarksom-Thompson(1990)이 주장을 하는 차별적 정보모형(differential information model)과 접목을 시킴 즉 하다.

참 고 문 헌

- 임웅기 · 이성규, 한국의 최초공모주 시장, 대우경제연구소, (1994).
- 임웅기 · 이성규, "최초공모주의 장기성과에 관한 연구," 증권학회지 (1994) 처계호, 한국증권학회.
- 임훈택, "최초공모주의 장기성과에 관한 연구," 연세대학교 대학원 석사학위논문 (1994) 6월.
- Aggarwal, R. & P. Rivoli, "Fads in the Initial Public Offerings Market?" *Financial Management* 19, (1992), 45-57.
- Buser, S. A. & K. C. Chan, *NASDAQ/NMS Qualication Standards, Ohio Regulation Experience & the Price Performance of Initial Public Offerings*, Columbus, Ohio Department of Commerce & National Association of Securities Dealers, Inc. (1987).
- Ibbotson, R. G., "Price Performance of Common Stock New Issues," *Journal of Financial Economics*, (1975), 235-272.
- Ibbotson, R. G., J. L. Sindelar, and J. R. Ritter, "Initial Public Offerings," *Journal of Applied Corporate Finance*, (1988), 37-45.
- Keloharju, M., "Winner's Curse, Legal Liability, & the Long-run Price Performance of Initial Public Offerings in Finland," *Journal of Financial Economics*, (1993), 251-277.
- Levis, M., "The Winner's Curse Problem, Interest Costs, & the Underpricing of Initial Public Offerings," *The Economic Journal*, (1990), 76-89.
- Loughran, T., "NYSE vs NASDAQ returns: Market Microstructure or the Poor Performance of Initial Public Offerings?" *Journal of Financial Economics* 33, (1993), 241-260.
- McDonald, J. G. & A. K. Fisher, "New-Issue Stock Price Behavior," *Journal*

- of Finance*, (1972), 98-102.
- Reinganum, M. R.**, "Market Microstructure & Asset Pricing: An Empirical Investigation of NYSE & NASDAQ Securities," *Journal of Financial Economics* 28, (1990), 127-147.
- Ritter, J. R.**, "The Long-run Performance of Initial Public Offerings," *Journal of Finance*, (1991), 3-27.
- Shaw, D. C.**, "The Performance of Primary Common Stock Offerings: A Canadian Comparison," *Journal of Finance*, (1971), 1101-1113.
- Shiller, J. R.**, "Speculative Prices & Popular Model," *Journal of Economic Perspectives*, (1990), 55-85.
- Simon, C. J.**, "The Effect of the 1933 Securities Act on Investor Influence & the Performance of New Issues," *American Economic Review*, (1989), 295-318.
- Stern, R. L. and P. Bornstein**, "Why New Issues are Lousy Investments," *Forbes* 136, (1985), 152-190.
- Stoll, H. and A. Curley**, "Small Business & the New Issues Market for Equities," *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, (1970), 309-322.